

## 上市公司治理监管的组织法改革

——以《公司法》修订为背景

朱建海\*

**摘要:**如何有效完善上市公司治理监管一直以来都是资本市场聚焦的重点议题。从组织法角度来看,基于上市公司的公共性及股权结构特征,为保护中小投资者等公众利益,应采取较为严格的治理机构立法,加强立法的强制性,进一步强化上市公司治理监管的外部约束机制。可考虑赋权第三方监管机构介入上市公司治理领域,突破监管介入的制度困境,推动提高上市公司质量。

**关键词:**上市公司治理 规范强制性 投资者本位 监管介入 上市公司质量

### 一、问题的提出

上市公司治理是一个全球化的难题,无论是2001年美国的“安然事件”,还是国内的“五粮液虚假陈述案”等事件,抑或实践中上市公司的财务造假、虚假陈述、高管违法关联交易、侵占公司利益等

---

\* 北京大学法学院博士研究生。

各种问题,在某种程度上都可以被归为上市公司治理之弊。<sup>[1]</sup>是以,如何有效完善上市公司治理监管,一直以来都是资本市场聚焦的重点议题。不同于其他普通公司,上市公司具有更强的公众属性,其治理运作关涉广大投资者权益等公共利益,而不只是简单的公司内部问题。有鉴于此,以保护投资者权益为核心来完善上市公司治理监管的制度体系,成为提高上市公司治理水平、因应提高上市公司质量需求的关键。

当前,我国《证券法》和《公司法》都对上市公司治理进行了规范,构成了主要包括任意性规范和强制性规范的制度框架。在资本市场改革不断深入的背景下,该框架亦不断得以优化和完善。但是,前述框架仍然存在一定的制度性缺陷:一是《公司法》作为组织法,是构建公司治理结构和运行机制的法律规范。但是《公司法》忽视了上市公司治理的特性,未能发挥应有的组织法功能,导致实践中上市公司治理监管制度难以保护广大投资者的合法权益。<sup>[2]</sup>二是《证券法》作为交易法,其规范重点主要在于发行行为和交易活动,证券监管部门依据《证券法》授权尽管已构建起一套涵盖公司治理、信息披露、并购重组等在内的监管制度规则,但由于《证券法》以信息披露为核心,而信息披露不能从根本上解决公司治理问题。同时,中国证券监督管理委员会(以下简称中国证监会)在《证券法》下得到的授权也有所不足。

2021年11月26日,中国证监会就上市公司监管法规体系整合涉及相关规则公开征求意见,这是资本市场上市公司监管法规体系30年来的首次全面整合修订,已于2022年年初完成。<sup>[3]</sup>本次整合范围为上市公司监管领域的规范性文件及其以下层级的监管法规,例如《上市公司独立董事规则》《上市公司股东大会规则》《上市公司章程指引》等。整体而言,此次整合修订工作重点在于简化监管规则体系、压缩规则数量并使相关规则内容更为规范合理。就上市公司治理监管而言,本次整合可以称得上“修补”。中国证监会面临的上市公司治理监管问题依然存在,并未得到实质性解决。此外,基于不同类型公司对监督

---

[1] 参见王军:《中国公司法》,高等教育出版社2015年版,第4页。

[2] 参见范健:《资本泛滥时期的公司治理与金融监管》,载《法学杂志》2019年第2期。

[3] 参见程丹:《上市公司监管法规体系迎来全面整合修订》,载《证券时报》2021年11月27日,A002版。

力量配置的差异化需求,已经征求意见的《公司法(修订草案二次审议稿)》[以下简称《公司法修订草案(二)》]中已有单层监督模式与双层监督模式可供选择,此为立法一大进步。但就目前发布的草案来看,其和社会各界对于《公司法》修改的热切关注(公司治理改革、中小股东权益保护、公司类别改革等)不够相称,《公司法修订草案(二)》在上市公司治理制度上的改进也难言成熟。

总之,上市公司治理监管制度作为现代公司法的重要组成部分,正值《公司法》修订之际,有必要重新审视上市公司治理的特殊需求,进一步革新上市公司治理监管制度,满足多元化的公司治理需求。关键是要补足上市公司治理监管强制性规范不足的短板,授权中国证监会介入上市公司治理监管,从组织法层面加强对相对弱势且分散的中小投资者的保护力度。故此,本文将先阐述上市公司的特性及其治理监管逻辑,然后具体分析实践中的上市公司治理监管的制度缺陷,并进一步探寻上市公司治理监管的组织法向度,最后呼吁以投资者权益为核心完善上市公司治理监管框架,并在此基础上提出可供参考的规范改革建议。

## 二、不同类型公司治理监管逻辑

我国《公司法》将公司分为有限责任公司和股份有限公司两种类型,其中,有限责任公司多以小型公司为代表,其股东人数少,股东身兼经营之职,公司所有权和经营权合一。主要特征可概括为:(1)股东人数少;(2)股权没有成熟的交易市场;(3)多数股东参与公司经营管理。而根据《公司法》第120条<sup>[4]</sup>可知,上市公司<sup>[5]</sup>脱胎于一般的股份有

---

[4] 《公司法》第120条规定:“本法所称上市公司,是指其股票在证券交易所上市交易的股份有限公司。”

[5] 上市是一个证券市场术语。狭义的上市即首次公开募股(Initial Public Offerings, IPO)指企业通过证券交易所首次公开向投资者增发股票,以期募集用于企业发展资金的过程。以募集设立方式成立的股份有限公司,可以依照法律规定的条件,申请其股票在证券交易所内进行交易,成为上市公司。以发起设立方式成立的股份有限公司,在公司成立后,经过批准向社会公开发行股份后,又达到《公司法》规定的上市条件的,也可以依法申请为上市公司。

限公司,其必须是已向社会发行股票的股份有限公司。相比于有限责任公司,上市公司的主要特征即在于其股票必须在证券交易所开设的交易场所公开竞价交易,故其股东众多且投资者以散户为主,因之又衍生以下特征:(1)公众属性更强;(2)风险外溢性更强;(3)公众投资者参与公司治理程度低。

不管是有限责任公司还是股份有限公司,完善的公司治理监管规范始终是公司健康发展的根基。尽管有学者认为,相关各方在政府放任状态下自由商定的公司治理架构是最佳模式。<sup>[6]</sup>但是,伴随现代公司的发展,所有权与经营权分离产生的代理问题、控股股东与中小股东的利益平衡都需要公司治理监管制度予以规范。特别是上市公司往往规模较大,股东分散而数量众多,为了形成决策和实施决策都能有效率,公司的职权通常委诸董事会和经理,因而所有权和控制权的“两权分离”是此类公司的基本特征。<sup>[7]</sup>如何在信息不对称和契约不完备的情况下设计最优的激励和约束机制,促使管理层的经营行为符合股东利益最大化的要求,进而降低代理成本,是传统上市公司治理监管所要解决的根本性问题。<sup>[8]</sup>需要指出的是,与大多数发达国家的上市公司股权结构不同,我国上市公司的股权结构相对集中,带来控股股东与中小股东的利益冲突问题。<sup>[9]</sup>因此,我国的上市公司治理的主要问题除了“两权分离”问题之外,还存在控股股东与中小股东的利益平衡问题。

从公司治理监管逻辑来看,应否针对不同类型公司之不同性质与需求制订各自的治理监管规范,成为各国公司治理制度之基本议

---

[6] See Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Corporate Contract*, Columbia Law Review, Vol. 89, 1989.

[7] 美国学者伯利和米恩斯(Berle and Means)通过对美国大型企业的考察,提出了著名的“两权分离”理论,对现代企业治理理论和实践产生了深远的影响。详见[美]阿道夫·A.伯利、[美]加德纳·C.米恩斯:《现代公司与私有财产》,甘华鸣、罗锐韧、蔡如海译,商务印书馆2005年版,第56~138页。

[8] See Michael Jensen & William Meckling, *Theory of the Firm; Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, Vol. 3, 1976.

[9] 参见赵旭东:《公司治理中的控股股东及其法律规制》,载《法学研究》2020年第4期。

题。<sup>[10]</sup> 从各国经验来看,对以上市公司为代表的公众公司均有强化监管的倾向,但侧重点和具体制度设计上具有一定的差异;相反,针对封闭性公司的特殊结构,大多采取降低公司的设立门槛、简化公司设立和运行程序的措施,削减强制性规范而增加任意性规范。<sup>[11]</sup> 对此,我国学界亦普遍认同,公司形态立法应当遵循差别对待的要求,对于公司内部权力机关、经营管理机关、监督机关等公司治理结构要素,通过对不同规模、不同功能的公司设置不同的组织结构规则来实现科学合理的分类调整。<sup>[12]</sup> 在公司治理机制的设置方面,我国公司法宜针对不同类型公司之不同需求量身定做不同的公司治理监管规范,以求人合与资合、强制规范与任意规范之妥当平衡点。<sup>[13]</sup> 换言之,上市公司与有限责任公司并不适宜适用相同的公司治理监管制度。

针对有限责任公司的公司治理监管规范,应尽量尊重与鼓励公司自治与股东自治,而对于股东众多、影响较大的公众型公司尤其是上市公司而言,其公司治理监管规范应尽量划一。具言之,为提升其竞争力,对于我国数百万之众的有限责任公司(其中绝大部分为中小企业)而言,公司治理监管制度不宜繁杂滋彰或窒碍难行,以免增加其遵法成本,或者迫使它们采取表里不一的政策。有限责任公司和非公众公司的股份公司都具有封闭性,应加强对股东意志的尊重,在内部治理机构上可以适当简化,在立法上赋予其尽可能多的自由,可以结合公司的需要灵活设计组织机构,重视公司治理的自治性。

相对地,对于公众公司尤其是上市公司而言,因为涉及公众融资问题,其公众性关涉利益主体众多,应受到法律严格规制,相较于封闭公司拥有更多的强制性规范。<sup>[14]</sup> 具体如下所述。

第一,强制性规范更能贯彻立法者实现良好上市公司治理监管的

---

[10] 参见王文字:《公司法论》,台北,元照出版有限公司2006年版,第290页。

[11] 参见周友苏、李红军:《现代化视野下中国公司法改革前瞻——以公司形态调整为主线》,载《社会科学》2012年第4期。

[12] 参见刘斌:《公司类型的差序规制与重构要素》,载《当代法学》2021年第2期。

[13] 参见李建伟:《公司组织形态重构与公司法结构性改革》,载《财经法学》2015年第5期。

[14] See Paul Davies & Sarah Worthington, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, Thomson Reuters, 2012, pp. 1 - 13.

意图。对股份制公司相关立法的考察显示,三类法律条文适用于公司的运行和组织:授权性规范、补充性规范和强制性规范。<sup>[15]</sup>其中,强制性规范强加了一些当事人不得违背的治理规则,决定了其是最能贯彻立法者意图的规范类型。如在《公司法修订草案(二)》中,若立法者基于公司内部监督机制单层制改革背景下,认为引入董事会审计委员会能够有效促进对公司财务、会计的监督,则最能实现其意图的监管手段自然是强制性规范。若此种引入是“任意性”的,则可能存在大量“偏离”规则的情况出现,导致立法者的意图难以全部实现。因为根据这种放任的方法,公司治理的准则来自其成员的压力。更具体而言,对于上市公司,市场和社会的压力要求公司采用那些能使他们证券价值最大化的准则。在产生这些压力的机制能够有效运作的情况下,治理准则的制定能提高公司成员的地位。然而,美国财政丑闻质疑了有关这些机制的有效性,从而质疑了这种方法。<sup>[16]</sup>

第二,通过更多的强制性规范来限制控股股东的行为,能减少管理者和控股股东的机会主义风险,更好地保护中小股东利益。不同于有限公司股东人数少,而实质上多数股东参与公司治理,公众公司尤其是上市公司往往股东人数众多,且大多数参与公司治理程度低。同时,囿于信息不对称、协调和集体行动等方面的困境,广大中小股东往往难以对公司控制人或管理层形成有效约束,导致公司权力过于集中、利益冲突等问题凸显,管理层或者控股股东存在事后“机会主义”行为。例如,假设公司内部治理条款可以通过章程修改的方式加以改变,如果这种改变导致公司治理质量的下降,股东持有的股权的价值便会随之下

---

[15] 美国学者爱森伯格将公司法规则分为三种类型:赋权性规则(enabling rules),补充性或缺省性规则(supplementary or default rules),强制性规则(mandatory rules)。See Melvin Aron Eisenberg, *The Structure of corporation Law*, Columbia Law Review, Vol. 89, 1989.

[16] [法]韦罗妮克·马尼耶主编:《金融危机背景下上市公司治理——旨在更好地保护公司利益》,姜影译,法律出版社2014年版,第180~181页。

降。<sup>[17]</sup> 虽然我国立法规定了股东派生诉讼等诉讼救济措施,但是由于举证难、诉讼成本高等,中小股东往往维权积极性不高,司法救济途径保护力度有限。然而,如果法律将那些若被修改就可能导致股权价值下降的治理条款设定为强制性规范,不允许公司事后修改,则股东的利益便能得到保障。研究表明,位于公司治理标准较高的国家的公司往往比位于标准较低的国家的公司表现更好。如果一个国家的法律制度提供更多的投资者保护,投资者将更愿意投资。这种意愿反过来将转化为:公司能够更快、更便宜地筹集更多资金,进入更深、流动性更强的资本市场,并最终转化为更大的经济增长。<sup>[18]</sup> 是以,为了保护公共利益、小股东利益等,应该适用较为严格的治理机构立法,加强立法的强制性或第三方监管机构介入上市公司治理领域,完善上市公司的制衡模式。

### 三、现行上市公司治理监管制度的缺陷

有学者指出,我国公司治理制度的立法大多是借鉴与移植境外法律制度,而缺少对中国特定社会条件下企业发展规律的深入总结和国情分析。<sup>[19]</sup> 目前,虽然我国《公司法》与《证券法》都对上市公司治理监管进行了规范,但因为《公司法》对上市公司治理监管制度供给不足,而《证券法》身为交易法,又不便对上述组织法内容作出太多规定,导致实践中形成有限公司治理监管以《公司法》为基准,上市公司治理监管则主要由证券监管机构的规范性文件来统领的制度“双轨制”。

---

[17] 根据公司合同理论,从市场有效假设出发,公司治理条款会被市场有效定价。因而,股东会按照公司内部治理的质量,付出或高或低的对价。参见[美]弗兰克·伊斯特布鲁克、[美]丹尼尔·费希尔:《公司法经济结构》,张建伟、罗培新译,北京大学出版社2005年版,第17~25页。

[18] See Robert A. Prentice & David B. Spence, *Sarbanes - Oxley as Quack Corporate Governance: How Wise Is the Received Wisdom*, *Georgetown Law Journal*, Vol. 95, 2007.

[19] 参见邓峰:《中国公司治理的路径依赖》,载《中外法学》2008年第1期。



### (一)《公司法》对上市公司治理制度供给不足

承上所述,上市公司与有限责任公司并不适宜适用相同的公司治理监管制度。但是现行《公司法》忽视了不同公司的治理需求,以“公司自治”为基本原则,不同类型的公司无差别适用同一套治理监管规则,立法缺乏适应性和选择性,导致公司立法脱节于实践,上市公司治理监管制度供给严重不足。<sup>[20]</sup>

一方面,对于公司内部治理结构而言,现行《公司法》对所有公司统一适用了分权模式,即引入法人治理结构的概念,在公司中设置股东会、董事会和监事会三个职能机构,对资本所有者、公司经营者以及公司监督者之间的权责关系进行规制,以此来规范公司内部不同利益相关者之间的付出与回报、利益与风险、激励与约束等问题。问题是,不同公司的股权结构与经营模式可能存在很大的差异,“一刀切”地强制要求公司按照分权的模式建立公司组织机构并不合理。特别是对于上市公司而言,其与非上市股份有限公司以及有限责任公司的股权结构和经营方式可能存在较大的差别,不同类型公司的需求可能各异。然而现有立法却并没有在公司组织机构的设置方面体现差别性安排,也无法满足公司在内部组织机构设置方面的多样性需求。

另一方面,对于规范供给而言,现行《公司法》以公司自治为基本原则,漠视上市公司治理的公众属性更强、风险外溢性更强等特性,导致任意性治理占据主导,而强制性治理则缺乏规范供给,未能发挥应有的组织法功能。<sup>[21]</sup>随着“公司契约论”在我国理论界的引入,强化公司自治的见解在我国学界和实务部门得以深入研讨并取得广泛共识。<sup>[22]</sup>2005年以后我国《公司法》的发展增加了许多任意性规范,使《公司

---

[20] 参见刘俊海:《新公司法的制度创新:立法争点与解释难点》,法律出版社2006年版,第421页。

[21] 有关强制性规范、任意性规范的经典论述,详见《哥伦比亚大学法律评论》第89卷第7辑专刊。1989年《哥伦比亚大学法律评论》组织了一次主题为“Contractual Freedom in Corporate Law”的研讨会,当时美国主要的公司法学者大多出席,参会论文发表于该刊物第89卷第7辑,综述参见Lucian Bebchuk, *Foreword: The Debate on Contractual Freedom in Corporate Law*, 89 *Columbia Law Review* 1395 (1989)。

[22] 参见罗培新:《公司法强制性与任意性之边界厘定:一个法理分析框架》,载《中国法学》2007年第4期。



法》的强制性得以弱化,任意性得到明显加强。学界一般认为,《公司法》仅增加任意性规范即可,然而实际上这种做法非但不能有效维护中小投资者合法权益,抑亦可能会成为侵犯中小投资者权益的“帮凶”。<sup>[23]</sup> 特别是对于中国这样的发展中国家来说,其公司法立法需面对众多的利益冲突问题,无法简单地依靠移植英美国以任意性规范为主的公司法来解决。规范上市公司的公司法应以任意法抑或强行法为基调,取决于上市公司决策机制的运行规律及其可能出现的问题。<sup>[24]</sup> 而如前所述,我国上市公司因其公众属性及控股股东滥权问题,更需要加强立法以保护中小投资者。

## (二)《证券法》侧重点不在公司治理

作为现代公司治理中心的上市公司治理监管制度供给严重不足,为了支撑资本市场的良性发展,公司治理、并购重组以及关联交易等原本应由公司法调整的内容,不得不交由《证券法》填补。<sup>[25]</sup> 目前,我国《证券法》对上市公司的规范主要体现为证券监管机构依据《证券法》建立起的一套涵盖公司治理、信息披露、并购重组等的监管规范体系。从制度现状看,证券监管机构多年来一直在努力完善关于上市公司治理的监管规则,制定并出台了一系列规范性文件。同时,对于上市公司治理违规行为,实践中中国证监会亦采取了相应监管措施。问题是,《证券法》作为交易法,其规范重点主要在于发行行为和交易活动,主要以信息披露制度为核心,要求上市公司全面、真实、准确地披露公司重大信息。如果存在虚假陈述、重大遗漏、欺诈披露等情节,相关不法行为主体则要承担严格的法律责任。我国证券法主要以信息披露制度为核心的立法体例可追溯到美国证券监管体系的发展。基于对 20 世纪 30 年代大萧条(The Great Depression)教训的深入总结,美国《1933 年证券法》和《1934 年证券交易法》确立了证券发行注册制和以信息披

---

[23] 参见郭锐:《商事组织法中的强制性和任意性规范——以董事会制度为例》,载《环球法律评论》2016 年第 2 期。

[24] 参见汤欣:《论公司法的性格——强行法抑或任意法?》,载《中国法学》2001 年第 1 期。

[25] 参见冯果:《整体主义视角下公司法的理念调适与体系重塑》,载《中国法学》2021 年第 2 期。

露为中心的监管制度框架,并明确了法律责任。<sup>[26]</sup>此后,经过不断发展与完善,这一制度体系日趋成熟,其成功的立法理念和技术先后被包括中国在内的其他国家广泛借鉴。总而言之,我国《证券法》虽授权证券监管部门对上市公司的证券业务活动进行监管,<sup>[27]</sup>但其监管重点在于证券发行和交易活动,在其法律框架下主要围绕上市公司的信息披露进行监管,没有对上市公司自身的组织和行为进行全面规制。而涉及上市公司治理的监管制度主要也是以部门规章或行业规则等低位阶规范加以填补,于立法层面位阶较低,威慑力不足,导致执法上也缺乏威慑力。

### (三) 中国证监会的监管主体授权不足

如上所述,公司法的基本原则之一是公司自治,其并未赋予证券监管部门对上市公司的监管权限,实践中产生争议问题时往往通过司法途径解决(提交法院进行解释、裁决)。但是,证券监管机构对于公司法的实施亦具有重要意义。<sup>[28]</sup>对于上市公司而言,其治理运作关涉广大投资者权益,强公众属性导致更强的风险外溢性,有必要加强对它们的监管力度;出现争议也不仅仅是简单的公司内部问题,更需要证券监管部门及时介入,以防止损害中小投资者利益。实践中,中国证监会通过在各地的派出机构对上市公司进行监管并加强对上市公司的一些特殊行为进行监管的方式,严格监管上市公司,初步建立了一个以中国证监会外部监管为主的上市公司监管体系。但是,囿于《公司法》并没有授权证券监管机构对上市公司治理进行监管,中国证监会对上市公司的监管可能受到学者质疑。例如,有学者指出,《证券法》虽然授权国

---

[26] See John Coffee, *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, *Virginia Law Review*, Vol. 70, 1984.

[27] 《证券法》第7条第1款规定,“国务院证券监督管理机构依法对全国证券市场实行集中统一监督管理”。

[28] 参见夏小雄:《公司法现代化:制度改革、体系再造与精神重塑》,载《北方法学》2019年第4期。

务院证券监督管理机构依法对上市公司进行监督管理,<sup>[29]</sup>但“依法”是指《证券法》,证券监管机构对上市公司的监管不能超出《证券法》宗旨所定的范围,因此,只能限于上市公司的证券发行和交易活动,例如上市公司的信息披露,上市公司收购等。<sup>[30]</sup>

#### 四、上市公司治理监管的组织法向度

上市公司治理监管制度的设计和完善需要考虑制度的价值取向。上市公司治理监管的目标是保护股东利益还是投资利益?上市公司治理是否应尊崇公司自治原则?不同的认识产生了不同的上市公司治理监管制度。面对实践中上市公司治理监管制度与实践脱节的范式危机,有必要从理论认识上调适与变革公司治理监管理论,以更好适应上市公司治理监管的实践诉求。

##### (一)上市公司治理监管的本位认识问题:投资者本位观念的确立

传统公司法以“股东至上”为基本原则,并以此为轴心进行包括上市公司治理监管在内系列制度安排。从上市公司的角度来看,其股东和投资者的法律地位相互交织,是股东意味着一定是投资者,但是投资者并不一定意味着是股东。<sup>[31]</sup>这是因为随着资本市场的发展,为满足上市公司的融资需求,上市公司不单单只有股权投资者,还存在大量债权投资者、混合证券投资者等。而且考虑到资本市场的高度流动性,上市公司往往股东人数众多,且大多数参与公司治理程度低,普通股东往往很难享有参与重大决策和选择管理者等权利。对此,从某种程度上

---

[29] 我国《证券法》第169条对于国务院证券监督管理机构的职责授权涉及上市公司的只包括:“……(二)依法对证券的发行、上市、交易……进行监督管理;(三)依法对证券发行人、证券公司……的证券业务活动,进行监督管理……(五)依法监督检查证券发行、上市、交易的信息披露……”

[30] 参见陈甦:《论〈公司法〉和〈证券法〉的立法协调——对〈公司法〉中证券法律规范的修改建议》,载王保树主编:《商事法论集》(第5卷),法律出版社2000年版,第70~118页。

[31] 股东概念表征的是公司的所有者地位,而投资者概念表征的是资本市场的交易主体地位,二者不是同一概念。

而言,这些普通股东与债权投资者之间实际上已并无根本性区别,这也意味着普通股东沦为“消极意义上的投资者”<sup>[32]</sup>。是以,投资者的内涵比股东更丰富,更能顺应资本市场发展。<sup>[33]</sup> 从公司治理监管角度而言,无论是股权投资者还是债权投资者等,这些投资者作为上市公司的资本提供者和风险承担者,理应受到公司治理监管的关注与保护。特别经过几十年的探索和发展,债券市场已成为我国资本市场的重要组成部分,债券融资也成为上市公司常态化的主要融资方式之一,公司治理监管有必要将债权投资者利益纳入必要考虑因素。对此,公司法应完善特定情形下债券持有人或其代表机构介入公司治理的制度供给,为债券投资者保驾护航。<sup>[34]</sup> 但现实是我国公司法对除股东以外的其他类型投资者保护存在严重不足。<sup>[35]</sup> 因此,就上市公司治理领域而言,应转变传统公司法“股东至上”的原则,调整保护对象和范围,确立“投资者本位”的理念,以容纳更多的与上市公司发展攸关的利益主体的利益诉求。

概言之,之所以倡导由“股东至上”转向“投资者本位”的理念,是因为投资者是资本市场发展的核心基础,良好的投资者保护是资本市场健康发展的基础和前提。特别是对于上市公司而言,广大投资者不仅是资本市场的交易主体,也是上市公司发展的重要助力,更是上市公司面向资本市场的落脚点,公司管理层对所有投资者负起信义义务远比仅对股东负责更为科学、严谨。对此,中国证监会前副主席曾指出,无论资本市场怎么改革发展,无论改什么、改到哪一步,“中小投资者至上”的价值取向绝不能变。<sup>[36]</sup> 当然,上述探讨从“股东至上”到“投

---

[32] 我们通常所说的股东利益保护意义上的“股东”,并非指可以掌控公司的控股股东,而是作为普通意义上的投资者(消极股东)。See Iman Anabtawi, *Some Skepticism about Increasing Shareholder Power*, *UCLA Law Review*, Vol. 53, 2005.

[33] 参见冯果:《整体主义视角下公司法的理念调适与体系重塑》,载《中国法学》2021年第2期。

[34] 参见郑丁灏:《论公司债券治理的组织法构造——以〈公司法〉修订为进路》,载《证券市场导报》2021年第8期。

[35] 参见冯果、李安安:《金融创新视域下的公司治理——公司法制结构性变革的一个前瞻性分析》,载《法学评论》2010年第6期。

[36] 参见王永生:《证监会:“中小投资者至上”的价值取向绝不能变》,载新浪财经网, <http://finance.sina.com.cn/7x24/2018-01-17/doc-ifyqtcw8809015.shtml>。

投资者本位”的转向仅在资本市场和上市公司的视域下才有意义,否则妄谈“投资者本位”是非理性的,也是难以自洽的。

## (二)上市公司治理监管的制度定位问题:任意性规范趋势的修正

如何有效完善公司治理监管制度一直以来都是公司法立法聚焦的重点议题。从我国上市公司治理监管的实践来看,我国的上市公司治理监管制度不尽如人意。究其原因,最主要的一点就是,上市公司治理监管规范的强制性和任意性的定位出现了偏差。本该以强制性为特征的上市公司治理监管制度与以任意性为特征的有限公司治理监管制度之间的差别并不明显,造成法律资源的浪费。<sup>[37]</sup> 公司法中的任意性规范和强制性规范各有其存在的价值,对于公司治理监管规范的定性问题,学界研究中有主张应属任意性规范的,<sup>[38]</sup> 亦有认为公司治理监管规范具有“公共政策”地位,主要应作强制性定性的。<sup>[39]</sup> 但是总的来说,由于任意性规范能够促进公司参与各方缔约、促进私人信息披露、降低交易成本,其备受学界和实务界的关注和认同,明确肯定和规定更多的任意性规范已成为现代各国公司法发展的趋势。<sup>[40]</sup> 在我国公司法发展的早期阶段,强制性过度而任意性不足是我国公司法的突出特点和严重缺陷。随着我国市场经济的不断改革,“公司契约理论”<sup>[41]</sup> 在我国得以引入并广泛传播,将公司理解为“合同的联结体”、将治理规范视为公司参与各方之间的格式合同的理论成为主流观点。2005年以后,我国公司法不断扩大公司自治空间、弱化管制,自治型公司法维

---

[37] 同前注[24]汤欣文。

[38] 参见赵旭东:《中国公司治理制度的困境与出路》,载《现代法学》2021年第2期。

[39] 参见蒋大兴:《公司法中的合同空间——从契约法到组织法的逻辑》,载《法学》2017年第4期。

[40] See Ian Ayres & Robert Gertner, *Filling Gaps in Incomplete Contracts: An Economic Theory of Default Rules*, *The Yale Law Journal*, Vol. 99, 1989.

[41] “公司契约理论”以经济学“代理理论”和“交易成本理论”为基础,将公司视为一系列契约的联结。根据“公司契约理论”的观点,公司的本质是一组“契约的联结”——一个在公司众多参与者之间的相互关联的契约网络,在这一框架下,股东及公司的其他利益主体之间的权利、义务和责任应当由合同加以确定,公司治理就是一套任意性的自治规则。See Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Corporate Contract*, *Columbia Law Review*, Vol. 89, 1989.

形显现。<sup>[42]</sup>

问题是,“公司契约理论”在有限责任公司中具有一定的解释力,但对于解释资本市场中的上市公司而言则不够周全。一方面,基于股权相对集中的现实,我国上市公司股东之间的地位并不平等,中小股东往往为控制股东所征服,难以凭借公司契约谈判的手段维护自身利益,作为股权投资者之外的其他投资者更是被排除在公司契约之外。<sup>[43]</sup>另一方面,在资本市场法律中,公司自治与行政管制交织在一起,例如对于关联交易、重大资产重组等,如果只是一味地强调公司自治,那么可能会导致公司利益受损的情况发生。为此,就需要适当的强制性规范<sup>[44]</sup>,通过外部的行政干预予以约束。是以,我国公司法应避免盲目尊崇任意性治理,必要时应通过强制性治理监管来保护广大投资者的合法权益。特别是对上市公司而言,公司自治不是万能的,投资者信心和管理层行为的高标准至关重要。<sup>[45]</sup>

近年的比较公司法成果表明,对中国等发展中国家公司法立法而言,要解决资本市场的众多利益冲突,单靠通过移植英美以任意性规范为主的公司治理监管规范是无法完成的。<sup>[46]</sup>而且即使是在美国,其公司治理监管规范也经历了由任意性到强制性的转变。受限于美国《1933年证券法》和《1934年证券交易法》的立法目的、州与联邦之间的立法权分配,美国公司治理问题主要受各州公司立法的管辖。<sup>[47]</sup>而

[42] 参见施天涛:《新公司法是非评说:八二分功过》,载王文杰主编:《最新两岸公司法与证券法评析》,清华大学出版社2006年版,第47页。

[43] 参见冯果、艾传涛:《论控制股东的诚信义务》,载王保树主编:《投资者利益保护》,社会科学文献出版社2003年版,第338页。

[44] 其中,围绕上市公司关联交易的主要有《上市公司信息披露管理办法》《上海证券交易所股票上市规则》《深圳证券交易所股票上市规则》《上海证券交易所上市公司自律监管指引第5号——交易与关联交易》《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第7号——交易与关联交易》等;围绕上市公司重大资产重组的主要有《上市公司重大资产重组管理办法》《上市公司收购管理办法》《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》《上市公司信息披露管理办法》等。

[45] See William L. Cary, *Insider Trading in Stocks*, Business Lawyer (ABA), Vol. 21, 1966.

[46] 同前注[23]郭锐文。

[47] See Stephen M. Bainbridge. *The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c - 4*, Washington University Law Quarterly, Vol. 69, 1991.

以特拉华州为代表的州普通公司法,普遍具有浓厚的赋权性色彩,公司治理监管也主要交由公司自治。对此,威廉姆·L.卡瑞(William L. Cary)教授指出,只要在资本市场中运作,且对管理层的信心是其继续存在的先决条件,美国联邦政府就应该关注公司自身的正当行为以及证券市场利益。没有理由允许公司法继续恶化,应加强联邦管制提升其标准,以提高公众对于美国公司的信心和投资。<sup>[48]</sup> 为了应对资本市场空前的诚信危机,美国于2002年颁布了《萨班斯·奥克斯利法案》。该法不仅将许多上市公司治理监管问题纳入联邦立法的层面,且针对上市公司更具有鲜明的强制性。<sup>[49]</sup> 我国亦有学者指出,“上市公司不仅是一种经济组织,还是一种解决利益冲突的社会组织”<sup>[50]</sup>。基于此,面对复杂利益关联中的恃强凌弱,立法者如果拒绝强制性规范,不啻自缚双手。是以,在强调上市公司经济性的同时更应凸显其社会组织属性,通过强制性的制度安排使其成为资本市场发展和社会进步强大的推动力。

## 五、《公司法》修订背景下上市公司治理的规范进路

优化顶层制度安排,是提高上市公司治理水平、因应提高上市公司质量需求的关键。对此,《公司法》作为组织法,其本应成为有效规范上市公司治理的不二之选,但囿于现行《公司法》的制度不足,致使其始终未能为上市公司治理监管提供有效的制度供给。现代公司法应该是能够面向并有效利用资本市场的公司法。<sup>[51]</sup> 通过公司法的变革和

---

[48] See William L. Cary, *Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware*, Yale Law Journal, Vol. 83, 1974.

[49] 例如,该法案要求上市公司的董事会必须下设审计、薪酬、提名等各专门委员会,且各该专门委员会必须全部由独立董事组成。参见楼秋然:《上市公司治理的监管模式选择——向“遵守或者解释”规则转变》,载《证券市场导报》2017年第1期。

[50] 蒋大兴:《公司法的政治约束——一种政治解释的路径》,载《吉林大学社会科学学报》2009年第5期。

[51] 参见[日]上村达男:《公司法改革——公开股份公司法的构想》,中国证券监督管理委员会组织编译,法律出版社2015年版,第298页。



完善,向投资者权利提供强的法律保护,在未来相当长一段时间仍是解决我国上市公司治理监管问题的根本途径和努力方向。<sup>[52]</sup>从已公布的《公司法修改草案(二)》来看,草案对于上市公司治理制度有所调整,包括董事会和经理职权的调整;基于单层制改革设计了可选审计委员会模式;对可能继续存在的监事会,进一步强化其法律地位与职权。总体而言,这些调整契合了公司治理单层监督模式与双层监督模式的改革和优化,兼顾了制度的创新和稳定,降低了制度转换成本。但是,这些并没有从根本上改变上述上市公司治理监管组织法供给不足的局面,上市公司治理监管制度的根本缺陷在于我国《公司法》的公司分类问题,没有考虑到以上市公司为代表的公众公司的特殊治理规范需求。以此次难得的修法机会为契机,《公司法》在后续的修订过程中还可以考虑进一步完善公司分类,补足上市公司治理监管强制性规范不足的短板,以弥补上市公司治理监管制度的不足,更好发挥公司法的组织法功能,维护广大投资者权益。

### (一) 上市公司与公司类型的改革

要解决现有上市公司治理监管的问题,我们需要正视粗放式公司分类立法的弊端,完善和细化公司类型的立法,在科学分类的基础之上针对上市公司制定适用性更强的公司治理监管规范。无论是在传统的大陆法系框架下还是英美法系框架下,二者的公司法中都没有上市公司这样一种独立的公司形态。前者将公司形态划分为有限责任公司与股份有限公司两种基本类型,上市公司被包含在股份有限公司之中。后者则是以公司的股票是否公开发行及股票是否允许自由转让为标准,将公司区分为封闭公司(或称私人公司)与公众公司(或称公开公司)。而在我国,考虑到在公司法之外,无论是中国证监会的监管性规则还是证券交易所的上市规则、交易规则等都对上市公司及非上市公众公司的公司治理和其他行为发挥着正式的制度约束作用。从某种程度而言,前述证券市场的法律规范在实践中已经起到了将我国公

---

[52] 参见郑志刚、孙娟娟:《我国上市公司治理发展历史与现状评估》,载《金融研究》2009年第10期。

司类型划分为公众公司与封闭公司的作用。<sup>[53]</sup> 申言之,就我国正式制度层面而言,实际上已将股份公司划分为公众公司(包括上市公司和非上市公众公司)、封闭公司两种类型,并受到不同监管规范的差序规制。

从实践来看,公众公司作为股份有限公司的一种升华形态,其已然发展成为一种相对独立的公司形态,我国《公司法》所划分的公司类型似乎也需要予以适当改革。详言之,我国公司的法律规范结构是以有限责任公司制度为基础,股份有限公司制度一般参照适用有限责任公司制度,并结合部分特殊规范。股份有限公司中的公众公司形式上虽然也采取一般(股份有限公司制度)加特殊(证券监管机构的监管性规范)的规范方式,但实践中更多是参照中国证监会制定的规范性文件,而这些资本市场的法律规范又很难完全地归入公司法的体系中。因此,对于公众公司尤其是上市公司而言,虽然得以股份有限公司特别规定的形式保留其在《公司法》中的地位,但其实质上与我国《公司法》规定的股份有限公司有所差异。由此带来的问题是,无论是有限责任公司还是发起设立股份有限公司,都与公众公司在公众性程度上存在质的区别,却适用同样的公司法规范(包括公司治理规则),导致公司法制度与实践脱节问题乃至公司法制度的异化。<sup>[54]</sup> 有鉴于此,针对不同类型公司,无论是公司治理规则还是其他运行规则,立法者都有必要予以差异化设置。而解决这个问题的前提条件就是需要对现行《公司法》所构建的公司类型进行改革。

对于公司类型改革问题,我国有大量学者进行了探讨并提出了不同的改革思路。例如,有学者建议以公司是否公开发行股份为标准,区分公开发行股份公司和不公开发行股份公司,其中,不公开发行股份公司可以进一步区分为有限责任公司和不上市的股份有限公司。<sup>[55]</sup> 还有学者则进一步建议,废除有限责任公司与股份有限公司的两分法,以公司股份是否在证券交易所公开流通为标准,将公司分为上市公司与

---

[53] 同前注[12]刘斌文。

[54] 参见郑若山:《公司制的异化》,北京大学出版社2003年版,第107~115页。

[55] 参见张穹主编:《新公司法修订研究报告》(上册),中国法制出版社2005年版,第10~15页。

非上市公司(将现行法上的有限责任公司纳入非上市公司调整)。<sup>[56]</sup>部分学者则认为前述方案过于激进,立法成本过高,应借鉴英美法系中封闭公司(私人公司)与公众公司的概念体系与制度设计,将股份有限公司“瘦身”定位于公开公司,而有限责任公司“扩容”(非公众性股份有限公司归入有限责任公司)。<sup>[57]</sup>如此设计,即于制度层面将发起设立的股份有限公司与有限责任公司一体化,将发起设立的股份有限公司制度并入有限责任公司制度。<sup>[58]</sup>总体而言,上述学者的观点有一点是共同的:股份有限公司中的上市公司与非上市公司,二者名义上虽然都是股份有限公司,但它们在法律特性方面差异巨大。公募设立的股份有限公司,尤其是上市公司,应划入公众公司类型。

本文认为,原来那种将上市公司等同于股份有限公司,与一般股份有限公司适用同一套法律规则的做法确有其不妥之处,不过这并不意味着需要彻底调整公司类型以及公司法的结构。德国著名制度经济学家斯蒂芬·沃依格特(Stefan Voigt)曾指出,选择性保留有时候亦是消弭错误的可靠工具。<sup>[59]</sup>鉴于我国存量达数千万之众的有限责任公司的客观存在,有限责任公司这一公司形态有其制度供给上存在的合理性和必要性。同时,出于立法成本的考量,为便于《公司法》的解释和适用,我国公司类型的改革可循沿此前《公司法》的修订方向继续推进,在保留有限责任公司及股份有限公司的基本分类基础上,对股份有限公司的内部形式作进一步区分,分为股份自由流通的公众公司和非公众公司(封闭公司)。其中,对公众公司尤其是上市公司<sup>[60]</sup>则以强制性规范的严格规制来保护公众投资者的利益。此种改革的现实意义在于,封闭型股份公司股东内部具有较强的人合性,外部又没有证券市

---

[56] 参见刘俊海:《建议〈公司法〉与〈证券法〉联动修改》,载《法学论坛》2013年第4期。

[57] 同前注[13]李建伟文。

[58] 参见王保树:《公司法律形态结构改革的走向》,载《中国法学》2012年第1期。

[59] 参见[德]斯蒂芬·沃依格特:《制度经济学》,史世伟等译,中国社会科学出版社2016年版,第124页。

[60] 可将公众公司进一步分为上市公司和非上市公众公司,对上市公司继续沿用目前《公司法》、《证券法》及其相关法规对其进行专门立法的调整方式,使之受到更为严格的监管与规制;非上市公众公司由于其向社会公开发行股票的性质,也要将其纳入仅次于上市公司严格规制的范围。

场的监督需求,因此类似于有限责任公司,须加强对股东意志的尊重。而公众公司股东更为广泛而分散,股份也具有高度自由流通性,内部人控制现象非常普遍和严重,因此中小股东的利益需要得到特别保护。

## (二) 授权证券监管机构介入上市公司治理

从公司法层面出发,立足于我国上市公司治理中的主要矛盾,需加强对控股股东或实际控制人的监管。<sup>[61]</sup>这是因为有效的外部监管机制会对公司内部控制人和管理层权力产生重大影响,进而提高公司内部控制的有效性。<sup>[62]</sup>是以,我国上市公司治理监管的公司法规范除了强调上市公司自身的特性,加强规范强制的被动应对以外,是否亦可采取更为积极和主动的规范措施?可否将证券监管机构作为上市公司的外部监督主体,如由《公司法》直接授权证券监管机构,并辅以一定机制协调外部监督机制与内部监督机制的关系等?毕竟,制度的生命力在于执行,公司治理监管制度也不例外,这确是我国《公司法》未来发展应予考虑的一个重要问题。对此,本文提议的一大设想即基于“投资者本位”的观念,可以通过证券监管机构来强化投资者的博弈能力,对处于弱势地位的广大中小投资者给予倾斜性保护。换言之,通过建立外部监督机制,由《公司法》通过授权性规范为证券监管机构介入上市公司治理领域提供明确法律依据,使证券监管机构成为上市公司治理监管制度的执行机构。理由如下所述。

一方面,从公司法规范执行的角度分析,授权证券监管机构成为上市公司治理制度监管的执行机构能有效解决《公司法》执法资源不足的问题。虽然《公司法》现有的执行权主体众多,例如有公司股东、公司登记机关、相关主管部门、仲裁机构以及法院等。然则通过考察市场实践情况可知,除股东直接诉讼或派生诉讼外,上市公司治理问题大多

---

[61] 与传统上市公司治理问题不同,我国虽然也存在“两权分离”的代理成本问题,但在股权高度集中的情形下,我国上市公司治理的主要内容是控股股东或实际控制人控制权的滥用和大股东之间控制权的争夺。参见艾博:《监管介入上市公司治理问题研究》,载《证券市场导报》2021年第12期。

[62] 参见郝旭光、贺小刚、张嘉祺:《证券监管机构与上市公司的博弈分析》,载《中央财经大学学报》2013年第8期。

通过证券市场呈现出来,集中表现为关联交易、财务造假、操纵并购等证券市场违法行为。<sup>[63]</sup> 是以一般由证券监管机构立案调查并处罚,证券监管机构因而事实上成为上市公司治理制度的执行机构。该事实深层次上亦反映了我国《公司法》执法资源匮乏的现实。

另一方面,从法律规范调整的角度来看,由《公司法》通过授权性规范为证券监管机构介入公司治理领域提供明确法律依据,能有效化解证券监管机构制定监管法规的合法性问题。考虑到上市公司治理常常出现问题,出于解决问题的实际需要,证券监管机构频繁介入上市公司治理。而当上市公司治理问题不再局限于具体公司,逐渐发展成为上市公司的普遍问题时,为保护投资者利益和维护证券市场秩序,证券监管机构往往通过立法的形式(制定规范性文件)以及时解决问题。随着这种介入更主动地、更普遍地推行,证券监管机构制定的上市公司治理监管规范在《公司法》之外已经渐成体系,并渐进替代《公司法》成为上市公司治理的主导性规范。<sup>[64]</sup> 我国《上市公司监督管理条例》制定工作已经历时多年,迟迟未能制定出台,一个重要原因就是缺乏《公司法》方面的授权依据。在全面实行注册制、提高上市公司质量的大背景下,考虑到我国证券监管机构介入上市公司治理缺少组织法依据,有必要由《公司法》通过授权性规范为这些证券监管机构制定的资本市场监管性规范的介入提供明确法律依据。

在美国,囿于没有统一的联邦公司法,美国证券交易委员会(SEC)对上市公司治理的监管差不多都是反射性的、渐进的,没有权限主动介入上市公司治理。<sup>[65]</sup> 不同于美国,我国有统一的《公司法》,完全可以在《公司法》中通过授权性规范明确证券监管机构对上市公司治理的监管权限。囿于资本市场规范需求的多样化及变化性,公司法无疑具有滞后性。考虑到现行体制下证券监管机构介入原属公司法调整范畴的实际情况,上市公司其信息披露、并购重组、公司治理等之监管多委

---

[63] 参见张辉:《证券市场与中国公司法的发展》,载《中州学刊》2008年第5期。

[64] 参见张辉:《中国公司法制结构性改革之公司类型化思考》,载《社会科学》2012年第9期。

[65] See Joel Seligman, *A Modest Revolution in Corporate Governance*, Notre Dame Law Review, Vol. 80, 2005.

诸证券监管机构,故亦可于《公司法》内明确授权证券监管机构对上市公司进行监管,合法化其监管介入,赋予公司法以更大弹性应对资本市场整体环境之变迁。如此之立法设计,通过在公司法层面授权立法的技术手段,似较能契合公司法之规范目的,防止证券监管规范有过多合法性争议之弊病。<sup>[66]</sup>

## 六、结论

公司治理具有复杂性,针对不同类型的公司,应设计不同的治理监管规范。如果说对有限责任公司而言任意性的立法是对私法精神的尊重和对经营成本的考量,赋予公司和股东更大的自主选择权,那么对于上市公司,为了保护公众投资者利益,则需要加强立法的强制要求。特别是考虑到上市公司的公众性和现实矛盾,更需要规范的强制性来保护公众投资者的利益和维护资本市场秩序。而我国现行《公司法》既不区别公司的类型,也不考虑上市公司治理的个体需求,“一刀切”的立法造成了上市公司治理制度脱节于资本市场实践,导致公司法规范供给不足。实践中上市公司治理监管主要参照证券监管机构的规范性文件,但是因为《证券法》作为交易法,其侧重点不在公司治理监管,而公司法层面又缺少明确的监管介入依据,导致证券监管机构的监管主体地位存在合法性问题。

为排除前述障碍,有必要从理论认识上调适与变革上市公司治理监管理论,树立“投资者本位”的理念,确立上市公司治理监管强制性的组织法向度。在具体的制度改革方面,《公司法》不应将上市公司笼统地划归为股份有限公司,而应考虑到其自身的特性,细化公司类型立法,对股份有限公司的内部形式作进一步区分,分为股份自由流通的公众公司和非公众公司(封闭公司),并通过授权性规范明确证券监管机构介入上市公司治理的公司法依据。通过建立统一的“公众公司治理”制度架构,填补上市公司治理监管制度的不足,更好发挥《公司法》

---

[66] 参见刘连煜:《公司法制的新开展》,中国政法大学出版社2008年版,第22~23页。

的组织法功能,保护公众投资者权益。当然,上市公司治理监管制度的改革过程是逐步的。期待本轮修法能进一步考虑不同类型公司治理对监管规范的差异化需求,对有限责任公司治理实行自由的立法,而对上市公司治理作出严格的强制性规制。

(编辑:严琦)